



La crise imminente des pensions : pourquoi faut-il s'en préoccuper et comment se préparer

Auteur :



Konstantin Boehmer, MBA
Vice-président
Gestionnaire de portefeuille

La planification de la retraite exige beaucoup de réflexion et une analyse considérable. De nombreux éléments du processus incluent des estimations vagues à propos d'hypothèses concernant le rendement, la croissance du revenu, l'espérance de vie, ainsi que les dépenses de consommation et les obligations. Même pour les personnes qui possèdent certaines compétences financières, ces multiples inconnues et relations non linéaires sont difficiles à gérer. C'est pour cette raison que beaucoup de personnes confient leurs avoirs à des tiers, qu'il s'agisse d'entreprises, de gouvernements ou d'autres personnes. Dans certains cas, leur confiance est justifiée; dans d'autres, elle l'est beaucoup moins.

Heureusement, jusqu'à présent, les effondrements de caisses de retraite ont été rares : toutefois, la probabilité d'un désastre augmente et est tout à fait réelle. L'expérience des régimes comme ceux des Teamsters, de la ville de Détroit et de Puerto Rico souligne l'accroissement du risque partout dans le monde pour les gouvernements, les sociétés, les retraités et les investisseurs.

Pour lancer la présente série sur les caisses de retraite, nous étudierons les raisons sous-jacentes du risque majeur, selon nous, d'une crise des pensions à venir ainsi que ses causes fondamentales. Nous communiquerons également certaines réflexions initiales sur la façon dont ce risque pourrait nous toucher en tant qu'investisseurs et futurs retraités. Nous allons analyser la question complexe des caisses de retraite et souligner plusieurs défauts de conception apparents dans le système. Les articles subséquents exploreront plus en détail chaque segment du marché des pensions (gouvernements, entreprises et individus) ainsi que certaines idées fausses.

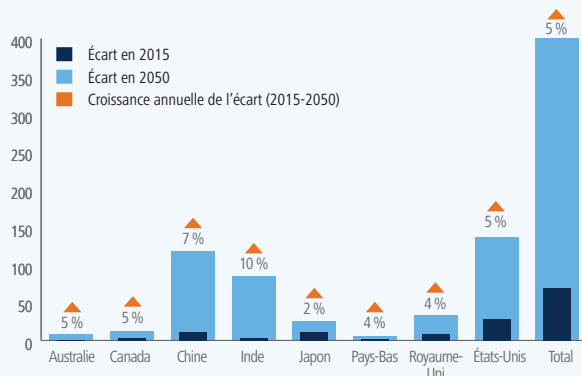
Risque imminent d'une insuffisance de fonds

Les systèmes de pension actuels dans la plupart des pays développés sont largement un phénomène du 20^e siècle. Les fonds pour veuve et les promesses ponctuelles aux vétérans comptent parmi les premiers mécanismes de pension, mais depuis la Seconde Guerre mondiale, les prestations de retraite du gouvernement fédéral et les régimes de pension d'employeurs (publics et privés) ont connu un essor important.

Les régimes de pension à prestations déterminées étaient les régimes de retraite les plus courants pendant les années 1980, et même si un certain déplacement s'est effectué vers les régimes à cotisations déterminées depuis cette époque, les obligations au titre des régimes à prestations déterminées accumulées et venant à échéance sont importantes. Il existe essentiellement deux façons de gérer les passifs au titre d'un régime à prestations déterminées. La première est un système précapitalisé en vertu duquel l'argent est mis de côté et investi pour payer les obligations futures. L'autre est un système sans capitalisation pour lequel les cotisations actuelles sont utilisées afin de payer les obligations actuelles. En général, les gouvernements d'état, les administrations municipales et les sociétés doivent exploiter des régimes financés, tandis que les gouvernements fédéraux peuvent recourir à des régimes sans capitalisation.

Selon nos estimations initiales, le manque de fonds actuel pourrait facilement dépasser 100 billions de \$US pour les gouvernements fédéraux, les administrations locales, les sociétés et les personnes partout dans le monde. En comparaison, le PIB mondial est d'environ 75 billions de \$US, tandis que la dette en cours totale s'élève à 160 billions de \$US. Le graphique ci-dessous provenant du FEM illustre la taille des écarts dans l'épargne-retraite de seulement huit pays : un problème de 70 billions de \$US qui pourrait se transformer en un problème de 500 billions de \$US d'ici le milieu du siècle.

Le vieillissement des populations entraînera une hausse marquée des déficits des pensions

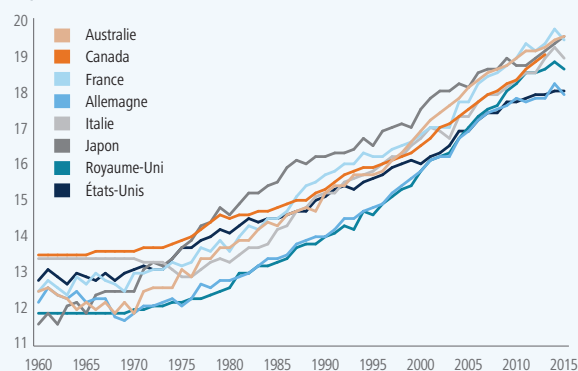


Source : Forum économique mondial

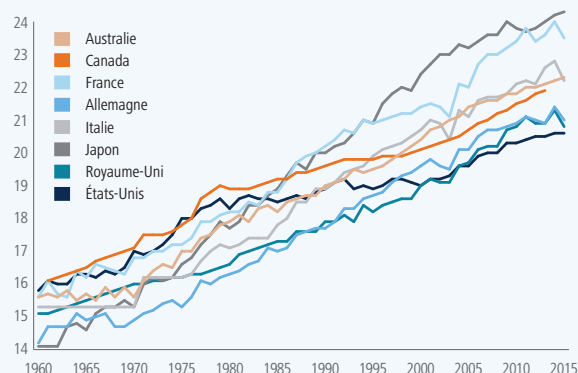
Premier défaut de conception : Structure inflexible pour s'adapter au changement démographique

Les caisses de retraite ont été développées il y a plusieurs décennies à partir d'hypothèses relatives à l'espérance de vie et à la croissance de la population en âge de travailler qui ont énormément évolué. Dans les années 1960, l'âge moyen du départ à la retraite était environ de 64 ans, mais l'espérance de vie par la suite n'était que de 14 ans (moyenne du G7 pour les hommes et les femmes). L'espérance de vie à l'âge de la retraite a augmenté d'environ 6,5 ans, ou près de 50 %. Depuis cette époque, l'âge moyen de la retraite n'a augmenté que d'un an.

Espérance de vie des hommes à 65 ans (1960-2015)



Espérance de vie des femmes à 65 ans (1960-2015)

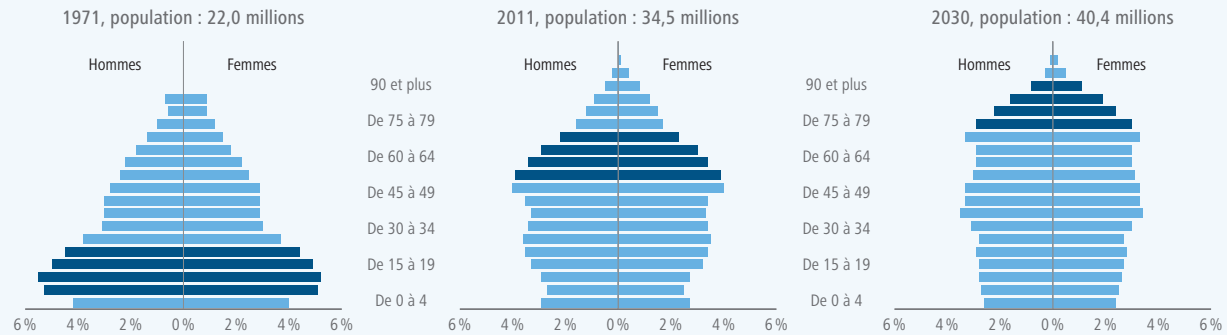


Source : Données de l'OCDE

Bien que les promoteurs des régimes se soient adaptés très lentement à la longévité des participants, la société dans l'ensemble n'est pas ouverte au concept du report de la retraite. Modifier les exigences du milieu de travail en période de changements technologiques rapides pourrait mettre un bâton supplémentaire dans les roues.

La baisse des taux de natalité a exacerbé le problème en modifiant considérablement le ratio travailleurs-retraités, ce qui met énormément de pression sur les régimes sans capitalisation, car moins de travailleurs devront cotiser pour plus de retraités.

Une population vieillissante signifie moins de travailleurs et plus de retraités



Source : PopulationPyramid.net, les pyramides représentent le Canada

Deuxième défaut de conception : Taux d'actualisation et hypothèses de rendement des placements irréalistes

La solvabilité des régimes de pension financés dépend énormément des hypothèses qui ont servi aux calculs, principalement les rendements attendus et les taux d'actualisation. Les données publiques provenant des systèmes de pension partout dans le monde montrent que les promoteurs utilisent souvent des facteurs qui surestiment la croissance potentielle des actifs et sous-estiment la valeur actualisée des charges futures.

Le taux d'actualisation joue un rôle important dans la détermination de l'état de capitalisation, car ce taux actualise l'obligation future en dollars courants. Le taux d'actualisation moyen des régimes de retraite d'entreprise est actuellement de l'ordre de 4 %, ce qui équivaut à peu près à une obligation d'entreprise notée BBB, ce qui implique un risque de crédit. Cependant, les régimes de retraite publics américains demeurent très agressifs quant au taux d'actualisation choisi, la médiane se situant toujours à un niveau élevé de 7,6 %. Cela donne à penser que 23 \$ aujourd'hui seraient suffisants pour financer une obligation de 100 \$ en 20 ans.

Analyser une charge relative aux prestations de retraite comme un investissement en obligations

La promesse d'une pension est, d'une certaine façon, très semblable à l'émission d'une obligation. Il s'agit d'une promesse de payer quelqu'un à une date ultérieure. Lorsqu'un émetteur lance une obligation, le marché détermine le taux d'intérêt. Si le marché a une confiance significative dans la capacité et la volonté de l'émetteur de rembourser, l'intérêt sera très proche de celui d'une obligation gouvernementale à échéance similaire. Ce niveau reflétera alors largement les prévisions de croissance et d'inflation du gouvernement (et la prime à terme) sur la durée à l'échéance de l'obligation. Contrairement à une obligation, un régime de retraite peut choisir le taux qu'il veut utiliser. Ce taux (taux d'actualisation) est utilisé pour actualiser les engagements futurs à l'heure actuelle. Si un régime opte pour un taux d'actualisation élevé, les engagements futurs seront moindres aujourd'hui. Lorsqu'un taux d'actualisation est significativement plus élevé que le rendement d'une obligation d'État à long terme, cela devrait impliquer un certain risque de crédit (semblable à une obligation à rendement élevé). Quand on regarde à travers la lentille d'un investisseur obligataire : un régime de retraite avec un taux d'actualisation élevé devrait faire craindre que la promesse de paiement pourrait ne pas être tenue.

Après un marché haussier de 30 ans pour les obligations des marchés développés, est-ce qu'un taux d'actualisation de 7,6 % constitue une hypothèse réaliste?



De même, le rendement attendu des placements constitue un facteur d'intrant déterminant dans le calcul de la solvabilité de tout régime. Plus le rendement de placement attendu est élevé, plus le montant à mettre de côté pour couvrir les obligations est réduit. Les rendements attendus varient énormément entre les différentes entités sans nécessairement avoir des répartitions différentes. L'hypothèse de rendement médian pour les régimes de retraite publics aux États-Unis est actuellement de 7,5 %, ce qui, il faut l'admettre, se rapproche assez des résultats historiques obtenus par les principaux régimes de pension. Cela dit, étant donné que les obligations, les actions et les placements non traditionnels atteignent des niveaux inégaux ou s'en rapprochent, il semble peu probable que cette performance exceptionnelle se poursuive. Par le passé, le rendement solide des actifs a masqué les défauts de conception inhérents aux caisses de retraite. Le principal risque est que les marchés d'actions mondiaux ne réussissent pas à offrir de tels rendements, ou que la volatilité soit nettement plus élevée.

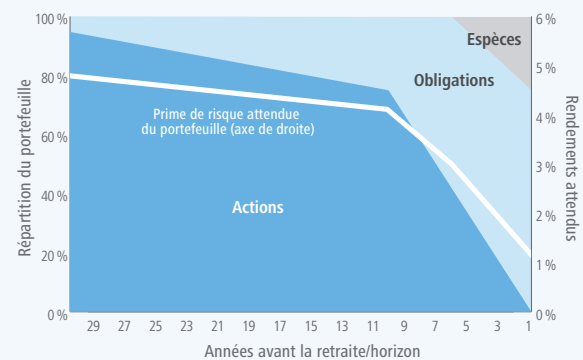
Troisième défaut de conception : Les cibles de rendement motivent la répartition de l'actif

Beaucoup de ces difficultés existent depuis des années, et même des décennies. Pendant la crise financière de 2008-2009, plusieurs régimes de retraite de sociétés ont éprouvé des difficultés et leur solvabilité à long terme a été fortement remise en question. Depuis cette époque, les rendements des régimes ont été extraordinaires, ce qui a permis de cacher certains des défauts du système. Tout aussi important, le ratio d'employés actuels (cotisants) et de retraités (bénéficiaires) a continué d'être sain pour de nombreux régimes. Ce ratio subit des changements radicaux et fera pression sur les caisses de retraite.

En un sens, il est possible de faire valoir que le secteur des caisses de retraite est passé d'une phase d'accumulation à une

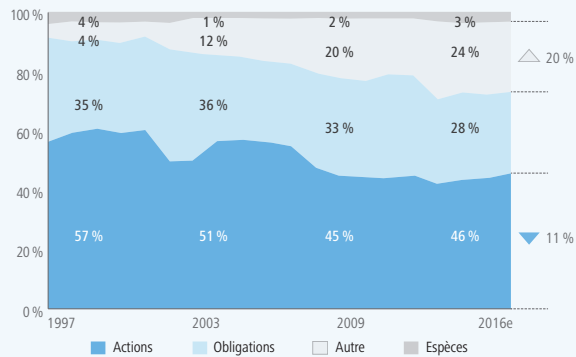
phase de versement. Étant donné ce changement, le prélèvement maximum possible d'une caisse de retraite est réduit. Les caisses de retraite ne peuvent plus se permettre de prendre leur temps pour pallier aux faibles rendements à court terme. La séquence des rendements occupe maintenant l'avant-scène. Même si nous ne sommes pas entièrement d'accord avec la méthode de répartition des actifs traditionnelle, une réduction des actifs risqués au début de la phase de retraite et de dispersion semble prudente.

Méthode traditionnelle liée au style de vie



Par contre, les régimes de retraite mondiaux par capitalisation continuent d'investir fortement dans les actifs risqués tandis que la composante des titres à revenu fixe affiche un recul constant depuis des années. En bref, le changement traditionnel dans la répartition d'actifs n'a pas eu lieu. La tendance vers des répartitions d'actifs plus risquées est probablement due à la nécessité d'atteindre des objectifs de rendement et démontre l'incapacité de minimiser les anticipations de rendement malgré une volatilité attendue plus élevée.

Répartition des actifs de caisses de retraite Répartition des actifs P7 globaux de 1997 à 2016



Source : Étude des actifs globaux de retraite 2016, Willis Towers Watson et sources secondaires

Défaut de conception 4 : Intérêts acquis

Il est dans l'intérêt de presque tout le monde, des représentants des gouvernements aux chefs de syndicat et aux employés vieillissants, de garder le statu quo. Les fonctionnaires peuvent mieux dormir la nuit en sachant qu'ils ont un régime de retraite. Les législateurs peuvent avoir de meilleures chances d'être réélus, étant donné les droits généreux accordés aux retraités et les électeurs qui veulent éviter d'affronter la dure réalité. De plus, en évitant de remédier à l'écart de financement, les dépenses publiques peuvent rester élevées, ce qui correspond encore plus aux souhaits des électeurs. Enfin, cela permet aux chefs syndicaux qui n'ont pas correctement soulevé la question de la solvabilité des participants de conserver leur emploi.

Conséquences pour la société et les placements

Beaucoup a été écrit à propos de la hausse du « court-termisme » et, dans le cas des difficultés actuelles liées aux caisses de retraite, sur la pensée à court terme et le pragmatisme politique qui sont à la source du problème que doivent affronter les gouvernements et même les chefs de la direction pour tenter de régler la situation. Dans le cadre de notre processus d'investissement, nous devons prendre en considération et analyser les conséquences possibles à plus long terme des problèmes de gouvernance et des enjeux de société, comme ceux dont il est question dans le présent article. Nous croyons qu'une crise des pensions éclatera éventuellement. Nos portefeuilles tiennent compte de cette croyance de multiples façons.

Les conséquences macroéconomiques de la prise de conscience de l'insuffisance de l'épargne-retraite partout dans le monde ont le pouvoir de miner gravement la confiance dans les actifs risqués et les actifs perçus comme étant moins risqués. Selon le modèle mental, les caisses de retraite sont sûres et les risques sont limités à une région, une société ou peut-être un secteur d'activités, ce qui concorde avec la croyance selon laquelle il est impossible que les prix des maisons chutent pour l'ensemble d'un pays ou même à l'échelle mondiale. Bref, une consommation excessive par le passé a entraîné une épargne insuffisante qui entraînera une consommation future réduite et plus d'épargne. Les prix des actifs devront réagir tôt ou tard à ce nouveau paradigme.

Qu'est-ce que ça signifie en termes de sélection des pays dans les portefeuilles Mackenzie? Nous classons les pays de « bien préparés » à « mal préparés » pour satisfaire aux obligations relatives aux prestations de retraite et gérer les conséquences possibles pour les budgets futurs et les contraintes liées à la dette. Le tout influence notre processus de sélection des pays. La préparation des états et des municipalités (principalement aux États-Unis) peut aussi varier énormément. Tandis que certains états se portent plutôt bien, d'autres sont au bord de la catastrophe. Souvent, les noms les plus largement couverts ne sont pas ceux qui présentent le plus grand écart par rapport aux cours du marché, mais plutôt ceux du deuxième palier. Ceci est valable pour ce qui est des expositions aux municipalités, ainsi qu'au gouvernement fédéral, et également, bien sûr, en ce qui a trait à l'élément politique. Même s'il est vrai que la richesse mondiale est importante et devrait servir à contrebalancer le bilan, une grande partie de cette richesse est concentrée chez les riches et les ultra-riches, et non parmi les principaux bénéficiaires des pensions, ou la base électorale. De plus, les conflits générationnels pourraient surgir au sein des pays en raison des désaccords quant à savoir qui payera la note, ce qui pourrait affaiblir la stabilité politique de certains pays. La tendance que nous observons déjà chez les électeurs déçus, qui consiste à se tourner vers les candidats populistes qui proposent souvent de grandes idées et des solutions d'apparence simple, pourrait accélérer. Ainsi, la crise imminente pourrait aussi avoir un impact profond sur le paysage macroéconomique, le climat des affaires et la structure sociale. Les pays développés seront probablement au cœur de cette crise, tandis que les pays émergents, étant donné leurs filets de sécurité sociale moins bien définis et leurs populations plus jeunes, pourraient en sortir relativement gagnants. Nous consacrerons un futur rapport de recherche à notre analyse des gouvernements partout dans le monde.

Même si de nombreuses entreprises se sont attaquées à leurs problèmes liés aux régimes de retraite (principalement en passant des régimes à prestations déterminées à des régimes à cotisations déterminées), certains régimes de grandes sociétés avec droits acquis sont toujours aux prises avec des obligations au titre des

prestations de retraite qui ne sont pas viables. Les hypothèses sous-jacentes pour le calcul des obligations nettes de prestations constituent ce qui compte le plus pour nous. Nous pouvons ici utiliser des hypothèses plus réalistes pour recalculer le statut de capitalisation des régimes de retraite. Cela nous fournira des informations sur des montants de dette plus précis (après y avoir apporté nos rajustements), des indicateurs de durabilité (pour nos mandats axés sur les investissements socialement responsables), ainsi qu'une idée générale du caractère prudent ou non des pratiques comptables de la société. Un autre rapport expliquera plus en détail les résultats de nos recherches sur les régimes de retraite des sociétés.

Tous les joueurs dans la gestion des pensions s'appuient sur les hypothèses du système. Selon nous, les attentes relatives aux régimes à prestations déterminées et aux pensions gouvernementales sont trop élevées, tandis que les sociétés et les gouvernements, dans l'ensemble, incluent dans leurs calculs de durabilité financière des hypothèses trop optimistes. Ces hypothèses empêchent le système de subir du stress. Nous remettons ces hypothèses en question afin d'être mieux préparés pour l'avenir. Il ne suffit pas de tenir les droits à pension pour acquis, il faut comprendre la capacité financière du promoteur de respecter ses obligations et au besoin, apporter des rajustements.

Communiquez avec votre conseiller pour en apprendre plus sur les possibilités d'investissement avec Placements Mackenzie.

Les placements dans les fonds communs peuvent donner lieu à des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs ne sont pas garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement antérieur peut ne pas se reproduire.

Le contenu de ce document (y compris les faits, les perspectives, les opinions, les recommandations, les descriptions de produits ou titres ou les références à des produits ou titres) ne doit pas être pris ni être interprété comme un conseil en matière de placement, ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat, ou une promotion, recommandation ou commandite de toute entité ou de tout titre cité. Bien que nous nous efforcions d'assurer son exactitude et son intégralité, nous ne sommes aucunement responsables de son utilisation.

Ce document renferme des renseignements prospectifs reposant sur des prédictions pour l'avenir au 1^{er} mai 2018. Nous ne mettrons pas nécessairement à jour ces renseignements en fonction de changements survenus après cette date. Les risques et incertitudes peuvent souvent amener les résultats réels à différer de manière importante des renseignements prospectifs ou des attentes. Parmi ces risques, notons entre autres des changements ou la volatilité dans les conditions économiques et politiques, les marchés des valeurs mobilières, les taux d'intérêt et de change, la concurrence, les marchés boursiers, la technologie, la loi ou lorsque des événements catastrophiques surviennent. Ne vous fiez pas indûment aux renseignements prospectifs. Par ailleurs, toute déclaration à l'égard de sociétés ne constitue pas une promotion ou une recommandation d'achat ou de vente d'un titre quelconque.

